

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 13 – 19 czerwca 2016

Najważniejszym wydarzeniem najbliższego tygodnia będzie decyzja Fed. Po słabszych danych z USA i wypowiedziach członków FOMC wyceniane przez rynek prawdopodobieństwo podwyżki stóp w USA w czerwcu spadło do 0%. Kluczowy dla inwestorów będzie ton komunikatu, nowe prognozy ekonomiczne Fed i wykres punktowy pokazujący przyszłą ścieżkę stóp oczekiwaną przez członków Fed – wszystko to pod kątem możliwego terminu podwyżki. W kalendarzu mamy też dużo nowych danych, głównie krajowych. Inflację wstępnie już znamy, więc ważniejsze będą dane o aktywności ekonomicznej – produkcja, sprzedaż, zatrudnienie. Jeśli będą dobre (a tak zakładamy), to zwiększą szanse, że spowolnienie PKB w I kw. było przejściowe i kolejne kwartały powinny być lepsze. Nastroje rynkowe będą zależeć głównie od wydzwięku Fed. Jeśli komunikat będzie „gołębny”, możliwe jest jeszcze pewne umocnienie złotego i długu, ale raczej niezbyt duże i niezbyt trwałe. Przestrzeń do umocnienia będą ograniczały obawy o wynik zbliżającego się referendum w Wielkiej Brytanii.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>NIEDZIELA (12 czerwca)</b>							
18:00	PL	EURO2016: Polska – Irlandia Płn.			1-0	1-1	-
<b>PONIEDZIAŁEK (13 czerwca)</b>							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IV	mln €	342	397	103
14:00	PL	Eksport	IV	mln €	15159	14992	15417
14:00	PL	Import	IV	mln €	14845	14750	15213
14:00	PL	Inflacja CPI	V	% r/r	-1,0	-1,0	-1,1
<b>WTOREK (14 czerwca)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	0,6	-	-0,8
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	V	% r/r	11,3	11,0	11,5
14:00	PL	Inflacja bazowa	V	% r/r	-0,4	-0,5	-0,4
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	V	% m/m	0,3	-	1,3
<b>ŚRODA (15 czerwca)</b>							
15:15	US	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	-0,2	-	0,7
20:00	US	Decyzja FOMC		%	0,25-0,50	0,25-0,50	0,25-0,50
<b>CZWARTEK (16 czerwca)</b>							
11:00	EZ	Inflacja HICP	V	% r/r	-0,1	-	-0,1
14:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	V	% r/r	4,6	4,8	4,6
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	V	% r/r	2,8	2,8	2,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	270	-	264
14:30	US	Indeks Philadelphia Fed	VI	pkt.	1,0	-	-1,8
14:30	US	Inflacja CPI	V	% r/r	1,1	-	1,1
21:00	PL	EURO2016: Niemcy - Polska			-	0-2	-
<b>PIĄTEK (17 czerwca)</b>							
14:00	PL	Produkcja sprzedana przemysłu	V	% r/r	4,6	5,0	6,0
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	V	% r/r	-9,2	-11,3	-14,8
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	V	% r/r	5,6	5,6	5,5
14:00	PL	PPI	V	% r/r	-1,0	-0,7	-1,2
14:30	US	Nowe budowy domów	V	tys.	1150	-	1172
14:30	US	Pozwolenia na budowę	V	tys.	1145	-	1116

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

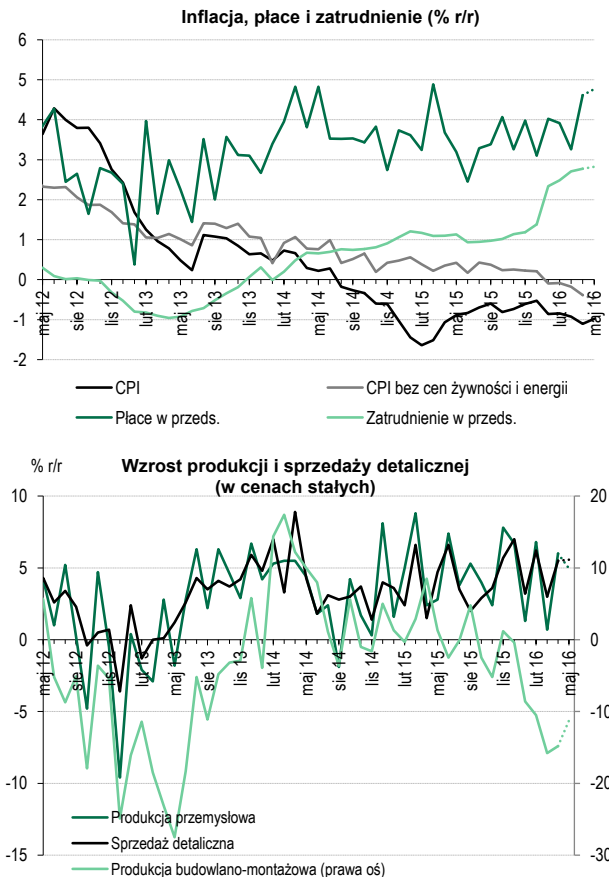
Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

**Wydarzenia nowego tygodnia – Dużo kluczowych danych z Polski**

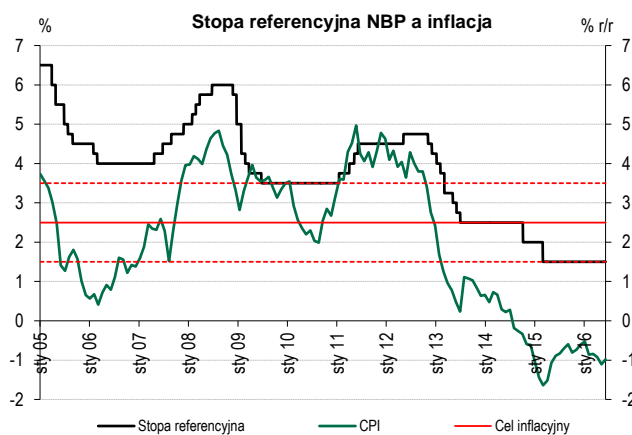
■ Spodziewamy się, że wyższa produkcja przemysłowa w kwietniu przełoży się na ożywienie eksportu w tym miesiącu. Bardzo możliwa jest poprawa rachunku obrotów bieżących dzięki lepszym wynikom wszystkich składowych sald. W I kw. eksport rozczarowywał (1,5% r/r), a wyniki eksportu w kolejnych miesiącach pokażą, czy było to czasowe wyhamowanie, czy też oznaka poważniejszego osłabienia wynikającego ze spadku dynamiki światowego handlu.

■ Z zainteresowaniem czekamy na szczegóły dot. wskaźnika CPI po zaskakująco niskim wstępnym odczycie (-1,0% r/r). Sądzymy, że inflacja bazowa może osiągnąć rekordowo niski poziom -0,5% r/r, pokazując, że na razie nie zanosi się na koniec deflacji w Polsce. Oczekujemy jednocześnie poprawy wzrostu PPI wskutek wzrostu cen surowców.

■ Wskaźniki rynku pracy będą znowu dobre. Uważamy, że wzrost płac pozostanie w rejonie 5% r/r dzięki podwyżkom w dużych firmach handlu detalicznego, a wzrost zatrudnienia utrzyma się na solidnym poziomie 2,7% r/r.

■ Uważamy że wzrost produkcji przemysłowej wyhamuje lekko w maju po zaskakująco silnym kwietniu. Ogólny trend pozostanie jednak solidny dzięki przyspieszeniu wzrostu w strefie euro. Wzrost produkcji budowlanej pozostanie natomiast głęboko na minusie. W najbliższych miesiącach wskaźnik ten należy jednak uważnie śledzić, jego zmiana może bowiem zwiastować uruchomienie funduszy z UE. Spodziewamy się dobrych wyników sprzedaży detalicznej, które potwierdzą, że konsumpcja prywatna pozostaje na początku II kw. wysoka.

■ Umocnienie złotego pod koniec maja może obniżyć wzrost podaży pieniądza M3. Kluczowe będą dane o należnościach z uwagi na czynniki, które mogą spowolnić wzrost kredytów (podatek bankowy, nowa ustawa o gruntach rolnych).

**Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy bez zmian na ostatnim posiedzeniu Marka Belki**

■ Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, główna stopa referencyjna nadal jest na poziomie 1,50%. Ton komunikatu nie uległ istotnym zmianom w stosunku do maja, a jego kluczowe fragmenty zostały dokładnie powtórzone. Główny przekaz pozostał ten sam – deflacja nie wywołuje negatywnych efektów, spowolnienie tempa wzrostu PKB w I kw. (a zwłaszcza inwestycji) było przejściowe, a bieżący poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu. Prezes NBP Marek Belka powiedział, że Rada analizowała różne scenariusze ekonomiczne, ale jej członkowie nie są zbyt zaniepokojeni perspektywami gospodarczymi. Belka dodał, że czynnikiem, który mógłby skłonić RPP do zastanowienia nad poluzowaniem polityki pieniężnej byłoby pogorszenie wyników finansowych firm, ale zjawisko to obecnie nie występuje.

**Cytat tygodnia – Ostateczna decyzja należy do Kancelarii Prezydenta****Witold Modzelewski, członek zespołu ekspertów Prezydenta ds. kredytów walutowych, 7 czerwca, PAP**

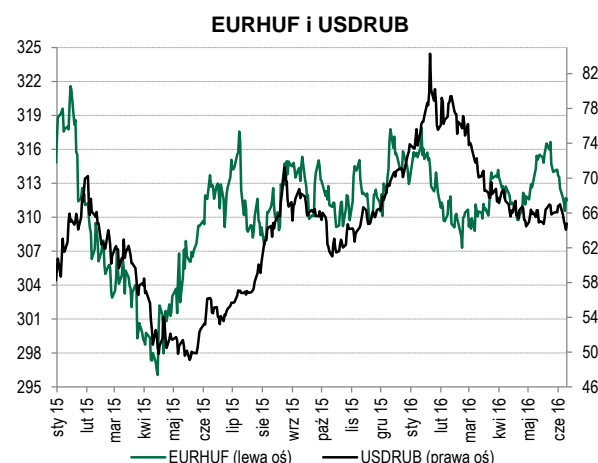
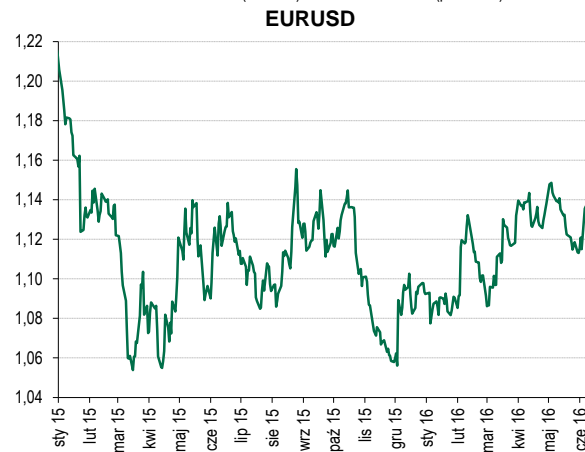
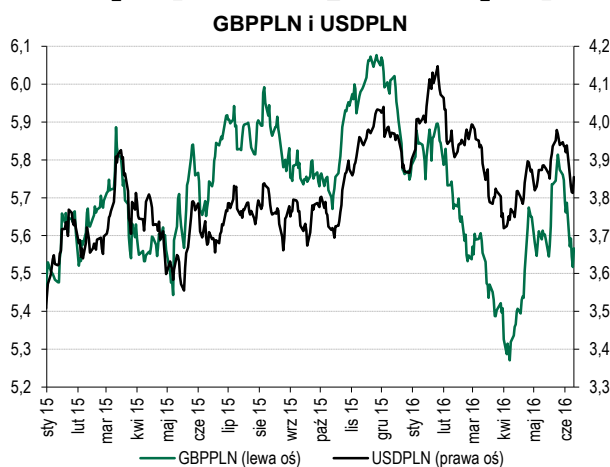
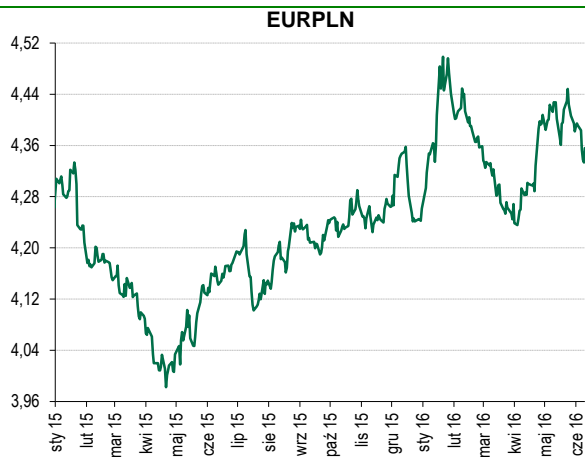
Ustawa zapewnić ma bezpieczeństwo dla kredytobiorców i kredytodawców. (...) Projekt ustawy rozkłada w czasie skutki ekonomiczne i finansowe, nie zagraża stabilności sektora finansów (...) Można to osiągnąć przy pomocy m.in. sekurytyzacji (...) Myśmy tego wariantu z udziałem NBP nie rozważali. Naszym zdaniem nie ma takiej potrzeby. Ani budżetu państwa, ani BGK, ani w ogóle środków publicznych.

**Przemysław Bryksa, członek zespołu ekspertów Prezydenta ds. kredytów walutowych, 7 czerwca, PAP**

Efekt prac zespołu nie jest projektem ustawy, ostateczna decyzja należy do Kancelarii Prezydenta

Zespół ekspertów prezydenta podsumował swoje prace nad nową propozycją dotyczącą kredytów walutowych. Niestety informacje przedstawione na konferencji nie rozwiązywały wątpliwości nt. tego jakie będą ostateczne decyzje w tej sprawie i jaki może być ich wpływ na system finansowy i gospodarkę. Ekspertci sugerowali koszt propozycji na poziomie 30-40 mld zł, rozłożony w czasie na 30 lat, ale nie znamy szczegółów w tej sprawie. Dodatkowo, eksperci sugerowali, że nie przewidują zaangażowania NBP, BGK czy innych instytucji publicznych. Brakuje więc wyjaśnienia jak uniknąć wpływu przewalutowania kredytów na kurs złotego – przewalutowanie sporej części portfela kredytów walutowych rozłożone w stosunkowo krótkim czasie musiałoby skutkować osłabieniem złotego, gdyby banki miały wymieniać walutę na rynku, nie w NBP. Dalsze prace nad projektem przejmie teraz Kancelaria Prezydenta, która ma wysłać jego finalną wersję do parlamentu wczesnym latem. Można się więc spodziewać, że niepewność związana z kształtem ostatecznego rozwiązania będzie wisiła nad rynkiem jeszcze przez wiele tygodni

## Rynek walutowy – Niewielkie szanse na mocniejszego złotego nawet przy gołębim Fedzie



### Podwyższone wahania złotego

Miniony tydzień stał pod znakiem nieco większych wahań na polskim rynku walutowym z powodu zarówno czynników wewnętrznych jak i zewnętrznych wpływających na złotego. Najpierw krajowa waluta dalej korzystała ze słabych danych z rynku pracy USA, które zmniejszyły szanse na szybkie podwyżki stóp Fed. Złoty umocnił się do 4,31 za euro i 3,78 za dolara także dzięki nadziejom, że druga wersja projektu ustawy rozwiązującej kwestię walutowych kredytów hipotecznych zmniejszy niepewność dotyczącą skutków przewalutowania na polską gospodarkę i system bankowy. Ekspert przedstawili jednak tylko ogólne pomysły, które nie były zbyt szczegółowe, ale nie wywołało to istotnej reakcji rynku. W kolejnych dniach nastrojów na świecie wyraźnie się pogorszyły i inwestorzy zdecydowali się na realizację zysków z wcześniejszej aprecjacji złotego – EURPLN odbił do 4,36 a USDPLN do 3,86.

Sądzymy, że w tym tygodniu ponownie krajowe i zewnętrzne czynniki mogą mieć wpływ na złotego. Rynek nie oczekuje podwyżki stóp Fed, a komunikat z posiedzenia będzie kluczową wskazówką dla inwestorów nt. możliwego terminu kolejnego kroku w celu normalizacji polityki pieniężnej. Wydaje się, że reakcja rynku będzie dość jednoznaczna – gołębi ton powinien być pozytywny dla ryzykownych aktywów podczas gdy jastrzębi może spowodować pogorszenie globalnego nastroju. Nawet jeśli Fed spowoduje wzrost optymizmu, to wg nas potencjał do umocnienia złotego jest ograniczony z powodu zbliżającego się referendum w Wielkiej Brytanii, które odbędzie się w następnym tygodniu.

Kluczowe poziomy dla EURPLN to wsparcie na 4,31 (kolejne na 4,26) i opór na 4,40 (kolejne na 4,46).

### Fed kluczowy dla dolara

Amerykańska waluta odrobiła niewielką część start poniesionych w zeszły piątek po słabych danych z rynku pracy USA – EURUSD spadł do 1,13 po wcześniejszym wzroście do 1,14.

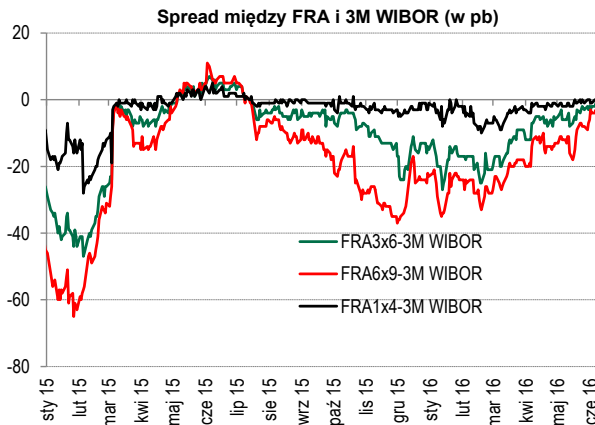
Wynik posiedzenia Fed będzie oczywiście kluczowy dla kursu w tym tygodniu. Spadające szanse na podwyżkę stóp w czerwcu czy lipcu pchnęły EURUSD do najwyższego poziomu od połowy maja i jest bardzo prawdopodobne, że ton środowego komunikatu przesądzi o tym czy dolar dalej będzie tracił czy odrobi część start. Sądzymy, że ostatni słaby miesięczny odczyt z amerykańskiego rynku pracy wynikał przynajmniej w pewnym stopniu z czynników sezonowych czy jednorazowych i FOMC może do tych danych przyłożyć mniejszą wagę niż to zrobił rynek, więc komunikat może ostatecznie być raczej bardziej jastrzębi niż gołębi. Jeśli faktycznie tak będzie, to dolar może zyskać w tym tygodniu. Tak czy inaczej, przestrzeń na wyraźniejszą aprecjacje euro wydaje się być ograniczona z powodu zbliżającego się referendum w Wielkiej Brytanii.

### Czynniki globalne kluczowe dla walut CEE

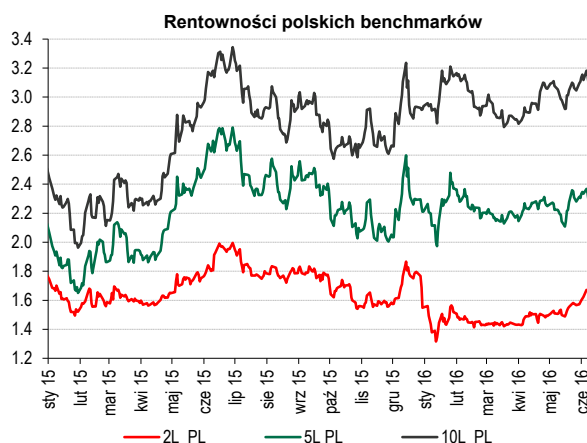
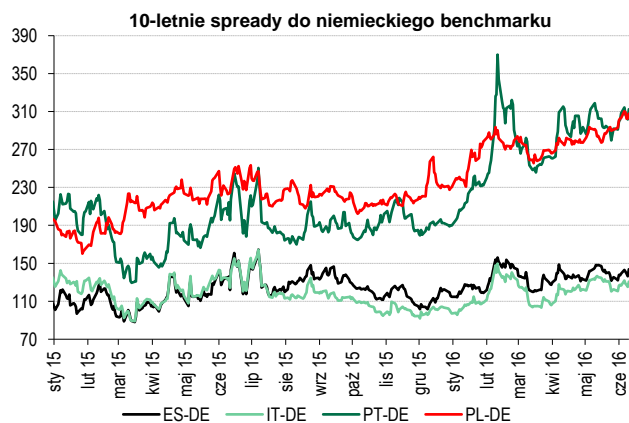
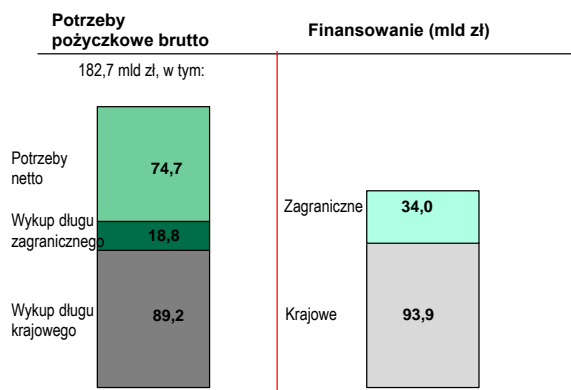
Podobnie jak EURPLN, EURHUF był dość zmienny w zeszłym tygodniu – najpierw spadła poniżej 310, ale szybko odbił do 312. Tymczasem USDRUB ustanowił nowe tegoroczne minimum na 63,375, ale zakończył tydzień powyżej 64,0.

Zgodnie z oczekiwaniami bank centralny Rosji obniżył główną stopę procentową o 50 pb do 10,50%, pierwszy raz od prawie roku z powodu spadku ryzyka inflacyjnego. Bank zaznaczył, że możliwe są kolejne obniżki stóp.

## Rynek stopy procentowej – Presja na dług i duża zmienność mogą się utrzymać



### Potrzeby pożyczkowe brutto i ich finansowanie



### Globalne nastroje wsparły długi koniec krzywych

Na rynku pieniężnym stawki WIBOR nieznacznie wzrosły (o 1-2 pb wzdłuż krzywej) oprócz stawki 3-miesięcznej (która pozostała na 1,68%). W tym samym czasie stawki FRA kontynuowały trend wzrostowy – w skali tygodnia wzrosły one o kolejne 2-3 pb. Utrzymanie jastrzębiej retoryki przez RPP spowodowało, że inwestorzy wycofali się z oczekiwań na poluzowanie polityki monetarnej w dalszej części roku. Obecnie rynek wycenia stabilne stopy w perspektywie 12 miesięcy.

W minionym tygodniu krajowy rynek stopy procentowej umocnił się, głównie na środku i długim końcu krzywych. Na początku tygodnia rentowność 10-latkki wzrosła do prawie 3,20%, by w kolejnych dniach obniżyć się do prawie 3,05%. Wsparciem dla krajowego rynku długu było umocnienie rynków bazowych (rentowność niemieckiej dziesięciolatki spadła poniżej 0,03%) po słabych danych z rynku pracy w USA za maj oraz bardzo dobre wyniki krajowej aukcji (szczególnie poniżej). Środek krzywych również skorzystał na poprawie nastrojów inwestorów, podczas gdy krótki koniec krzywych przesunął się w górę.

W skali tygodnia obie krzywe rentowności i IRS spłaszczyły się, w tym spread 2-10L zawężił się i obecnie jest poniżej 140 pb dla obligacji (po raz pierwszy od końca grudnia 2015 r.). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami premia za ryzyko pozostała na podwyższonym poziomie, powyżej 300 pb wobec niemieckich obligacji dla sektora 10 lat.

Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało obligacje OK1018 i DS0726 na jedynej w czerwcu aukcji regularnej. Tak jak oczekiwaliśmy resort finansów zawężił ofertę do 3-4 mld zł z 3-6 mld zł pierwotnie planowanej oraz popyt na aukcji był solidny. W konsekwencji resort finansów nie miał problemów z uplasowaniem całej emisji sprzedając 2-latkę OK1018 za 1,05 mld zł z rentownością 1,708% oraz 10-latkę DS0726 za 3,36 mld zł z rentownością 3,05%. Szacujemy, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 70%. Komentując wyniki aukcji wiceminister finansów Piotr Nowak powiedział, że resort finansów jest coraz bliżej emisji obligacji denominowanych w juanie tzw. Panda i może odwołać 1-2 aukcję jeśli nastąpią zawirowania na rynku po wynikach referendum w Wielkiej Brytanii.

### FOMC i krajowe dane makro w centrum uwagi

W tym tygodniu uwaga inwestorów znowu skupi się na fundamentach polskiej gospodarki z uwagi na liczne publikacje danych makroekonomicznych. Ostatecznym wskaźnikiem inflacji powinien być zbliżny ze wstępnym odczytem (-1,0% r/r), podczas gdy rynek pracy powinien pozostać mocny (z silnym wzrostem wynagrodzeń), a produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna powinny rosnać w solidnym tempie. Dane te mogą przyczynić się do wzrostu stawek FRA, zwłaszcza dla dłuższych tenorów (powyżej 12M) oraz spowodować dalsze osłabienie na krótkim końcu krzywych.

Dla środka i długiego końca krzywych kluczowe są czynniki globalne, co zwiększa to wagę czerwcowego posiedzenia FOMC. Z uwagi na rozczarowujący wzrost PKB i niekorzystny majowy raport o rynku pracy w USA możliwe, że Fed przesunie podwyżkę stóp co najmniej na lipiec. W efekcie krajowe aktywa mogą się wzmocnić w krótkim okresie. Czynniki ryzyka tak krajowe (wiadomości o prezydenckim projekcie ustawy o konwersji walutowych kredytów hipotecyjnych), jak i zagraniczne (wynik referendum w Wielkiej Brytanii) będą w dalszym ciągu wpływać na polski rynek stopy procentowej. Sądzimy, że zwiększą one zmienność na rynku, wywierając presję na wzrost rentowności/stawek IRS do momentu ich wyjaśnienia. Wskutek tego spread do Bundów pozostanie na podwyższonym poziomie z uwagi na utrzymujące się wysokie ryzyko polityczne i fiskalne w Polsce.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)